

Article

« Les privatisations en France : éléments d'analyse et bilan »

David Encaoua et Jean-Jacques Santini

L'Actualité économique, vol. 65, n° 1, 1989, p. 21-52.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/601478ar>

DOI: 10.7202/601478ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <http://www.erudit.org/apropos/utilisation.html>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : erudit@umontreal.ca

LES PRIVATISATIONS EN FRANCE: ÉLÉMENTS D'ANALYSE ET BILAN

David ENCAOUA

Université de Paris I

Jean-Jacques SANTINI

HEC et ESSEC

RÉSUMÉ — L'insuffisance des marchés financiers et leurs défaillances dans la triple fonction d'allocation des ressources, d'évaluation du risque et du contrôle de gestion ont été invoquées pour justifier les privatisations. Le bilan que l'on peut dresser de l'expérience de privatisation française comporte des acquis positifs : l'actionnariat populaire et l'actionnariat salarié se sont largement développés, les contraintes budgétaires de l'État ont été assouplies, le marché boursier français a pu être élargi sans effet d'éviction financière marqué, la flexibilité des entreprises concernées semble avoir été accrue.

ABSTRACT — The inadequacy of financial markets and their failures in the task of accomplishing the triple task of allocating resources, evaluating risk and, monitoring management has been used to justify the privatisation of industry. The French privatisations have yielded the following benefits : shares are now more widely held especially by employees, the budgetary constraint of the State has been relaxed and a growing role for the French stock exchange has been achieved without financial crowding-out. Also the flexibility of these enterprises has been enhanced.

INTRODUCTION

En moins de sept ans, la France s'est trouvée engagée dans deux mouvements successifs apparemment antagonistes, l'un d'extension de son secteur public à la suite du vaste mouvement de nationalisations de 1982 inscrit dans le programme commun de la gauche au moment de son accession au pouvoir, l'autre de reflux de ce même secteur public par un non moins vaste programme de privatisations initié par le gouvernement de droite en 1986. Même si ce changement de cap connaît un certain répit depuis le choc boursier d'octobre 1987, la question se pose de savoir si le transfert de propriété du capital, du public vers le privé, traduit une véritable rupture dans la philosophie économique qui inspire les pouvoirs publics en France, en ce sens qu'on serait passé d'une conception dirigiste à une conception fondamentalement plus libérale, ou si au contraire il n'est qu'une stratégie limitée d'adap-

tation à un mouvement général de recul du secteur public, initié et développé dans d'autres pays et dont la France pouvait d'autant moins se soustraire qu'elle s'est trouvée dirigée à partir de 1986 par un gouvernement se réclamant davantage de la conception libérale ambiante.

Bien entendu, trancher de manière nette en faveur de l'une ou l'autre de ces hypothèses serait présomptueux, mais on peut avancer de nombreux arguments conduisant à penser que les transformations politiques et économiques ne sont pas aussi radicales qu'il pourrait paraître à première vue.

Il est important d'abord de souligner que l'opposition entre, d'une part, les partisans de l'économie mixte, enclins à accroître l'importance du secteur public et à faire davantage confiance aux mécanismes de coordination administrative qu'aux forces du marché, et, d'autre part, les libéraux qui veulent au contraire rendre aux marchés toutes leurs fonctions régulatrices, est beaucoup moins nette qu'on ne pourrait le croire. Il suffit d'observer l'évolution des débats en France, à cinq ans d'intervalle. Certaines justifications du programme de transfert d'actifs du secteur public vers le secteur privé, ressemblent à s'y méprendre à celles avancées pour les nationalisations de 1982.

Au moment de l'accession au pouvoir de la gauche, il s'agissait de donner plus d'efficacité économique à des groupes privés qui souffraient à la fois d'une insuffisance de capitaux et d'une mauvaise politique de direction à laquelle il était reproché de n'être pas suffisamment orientée vers le long terme ou encore d'avoir une aversion au risque trop prononcée. Les socialistes français considéraient à l'époque que les marchés financiers étaient inaptes à opérer leur triple rôle d'apport de capitaux, d'évaluation des risques et de contrôle effectif de la direction et de la gestion. Seule, selon eux, la propriété publique de la totalité du capital pouvait permettre de répondre à cette triple défaillance des marchés alors qu'au même moment le Royaume-Uni se trouvait engagé dans une politique de reflux du secteur public. Il faut également préciser que toutes les autres formes de contrôle ou d'influence de l'État étaient écartées a priori, dans la mesure où la coalition gouvernementale se trouvait liée par ses engagements électoraux.

En 1987, un discours analogue est tenu par le nouveau gouvernement. L'objectif est toujours d'accroître l'efficacité et la compétitivité des entreprises publiques du secteur concurrentiel, mais cette fois en les soustrayant aux interférences jugées inadmissibles du pouvoir politique. La privatisation est considérée comme un moyen privilégié de parvenir à ce résultat, dans la mesure où les mécanismes de marché sont jugés supérieurs à la tutelle publique pour la réalisation des fonctions de financement, d'allocation des ressources et de contrôle de la gestion.

Y-a-t-il réellement conflit entre ces deux approches ? Il nous semble qu'au delà des oppositions doctrinales, une certaine convergence peut être dégagée qui va au-delà de l'objectif d'efficacité des entreprises toujours invoqué.

D'une part, après le programme des nationalisations de 1982, les socialistes ont procédé à une certaine déréglementation des marchés financiers en créant tout un

ensemble d'instruments donnant la possibilité aux entreprises d'intervenir directement sur le marché des capitaux pour satisfaire leurs besoins de financement. Ils ont également opéré des cessions d'actifs publics, légalisées ex-post par la loi dite de «respiration du secteur public» de 1986.

D'autre part, le gouvernement issu des élections de 1986 a tiré parti de ces mesures de libéralisation des marchés de capitaux en privatisant essentiellement des entreprises qui opéraient dans des secteurs ouverts à la concurrence et dont la propriété publique ne s'imposait pas. En particulier, le statut des entreprises offrant des services publics et dont les caractéristiques se rapprochent de celles du monopole naturel n'a pas été remis en cause contrairement à ce qui s'est passé en Grande-Bretagne. Mais, on ne peut pas dire pour autant que le Ministre des Finances ait complètement renoncé à exercer son influence dans les groupes privatisés, ne serait-ce que dans la mesure où il participe, même si ce n'est plus que de façon indirecte, à la nomination des dirigeants de ces groupes, selon un mécanisme qui sera explicité plus loin. Il paraît douteux que les grandes décisions stratégiques au sein des privatisés se prennent à l'heure actuelle sans l'accord explicite ou implicite de la rue de Rivoli.

Globalement, on peut donc dire que la transition socialiste a préparé le terrain pour les mesures de privatisation, sans que celles-ci ne traduisent un véritable désengagement de l'État, notamment en matière de contrôle des dirigeants. Même si la renonciation à l'instrument des entreprises publiques dans les politiques de stabilisation conjoncturelle conduit à la perte d'un degré de liberté, il est d'autant plus facile à un gouvernement d'opérer un vaste programme de transfert d'actifs au secteur privé que les recettes correspondantes permettent un assouplissement des contraintes budgétaires de l'État. En quelque sorte, celui-ci retrouve donc d'un côté ce qu'il perd de l'autre, sans abandonner pour autant son pouvoir d'influencer le cours des affaires.

Par comparaison, toute une série de mesures tendant à favoriser la concurrence et à diminuer le poids des barrières à l'entrée, à réformer les réglementations d'un certain nombre de professions fermées, à libéraliser le développement de la grande distribution, à mettre en place des mécanismes de marché pour l'attribution des droits de trafic dans les transports aériens et routiers, à multiplier les procédures d'enchère pour l'attribution des droits de concession, à décloisonner le marché des dirigeants d'entreprises de celui des hauts fonctionnaires... auraient été des indices d'une politique d'inspiration bien plus libérale que le recours exclusif aux privatisations qui ne sont au mieux qu'une condition nécessaire mais nullement suffisante, d'une régulation par les seules forces du marché. Certes, en dehors des privatisations, il y a eu d'autres mesures libérales au cours de la présente législature, notamment la suppression des ordonnances de 1945 relatives au contrôle des prix, le vote d'une loi sur la concurrence et l'instauration d'un Conseil de la Concurrence aux compétences plus élargies, l'attribution à des opérateurs indépendants de quelques droits de trafic pour des liaisons aériennes intérieures, la création d'organismes de réglementation a priori indépendants du pouvoir politique comme

la Commission Nationale des Communications et des Libertés (C.N.C.L.)... Mais d'une part, aucune de ces mesures n'est complètement dépourvue des signes d'une interférence politique traduisant le poids de groupes de pression, et d'autre part, la volonté du gouvernement de favoriser les processus concurrentiels s'est trouvée prise en défaut à plus d'une reprise.

Pour ne citer qu'un exemple de décalage en France entre le discours libéral et la pratique effective du libéralisme, on peut invoquer le refus d'accorder à U.T.A. des droits de trafic sur l'Atlantique Nord sur la base d'un rejet d'une « concurrence franco-française » qui aurait causé du préjudice à la Compagnie Nationale AIR FRANCE.

De même, la pérennité de la loi Royer en matière de création des grandes surfaces est significative de l'équilibre entre les préoccupations sociales et électorales en vue de satisfaire le petit commerce et les mesures économiques permettant d'améliorer le bien-être des consommateurs.

Les réserves qui viennent d'être mentionnées tendent à rappeler que les privatisations ne sont pas la panacée universelle de libéralisme qu'elles prétendent être.

De manière générale, la question fondamentale qui s'impose préalablement à l'analyse du processus de privatisation en France consiste à s'interroger sur l'existence éventuelle de justifications économiques du choix entre propriété publique ou privée du capital : au-delà des divergences idéologiques entre deux courants de pensée politique se réclamant de philosophies différentes, peut-on trouver une logique qui sous-tend ce choix ?

Le premier paragraphe sera consacré à passer en revue quelques arguments développés dans la littérature économique. On peut ainsi observer ces dernières années un déplacement de l'analyse, en ce sens qu'elle est passée d'une conception normative visant à examiner ce que devraient être des décisions optimales dans les entreprises publiques à une approche positive cherchant à mieux expliciter les comportements effectifs. Mais, malgré des progrès substantiels, l'analyse est loin d'être achevée. Les arguments présentés nous permettront de mieux appréhender le processus de privatisations en France : d'une part son ampleur est considérable et les modalités mises en oeuvre présentent certaines originalités qu'il convient de rappeler ; d'autre part, l'acquis de ces privatisations semble maintenant irréversible et nullement mis en cause par le retour récent de la gauche au pouvoir. Les modalités et le bilan des privatisations en France feront ainsi l'objet des deuxième et troisième paragraphe de cet article.

1. DÉFAILLANCES DU MARCHÉ OU DÉFAILLANCES DE L'INTERVENTION PUBLIQUE : ÉLÉMENTS D'ANALYSE DU CHOIX DU MODE DE PROPRIÉTÉ

Dans une économie de marché de type capitaliste, l'entreprise privée est en principe la norme dominante de l'organisation du système productif. Mais comme

bon nombre de principes économiques, ce dernier ne vaut que par l'ampleur des exceptions. Tous les pays du monde occidental ont un secteur public plus ou moins étendu et il convient d'abord d'en rappeler quelques justifications.

1.1. *Pourquoi des entreprises publiques ?*

Les justifications de la propriété publique s'articulent autour de deux arguments bien distincts :

- la correction des défaillances du marché
- l'utilisation du secteur public comme instrument de politique économique.

a) *La correction des défaillances du marché.*

Par rapport aux conditions assurant que le libre jeu des forces du marché conduit à une allocation des ressources optimale au sens de Pareto, les marchés réels comportent le plus souvent des caractéristiques fort éloignées. Ces caractéristiques, que l'on regroupe sous le terme générique de «défaillances du marché», justifient en général une intervention publique sous l'une ou l'autre des formes que nous rappelons ci-dessous.

On peut brièvement regrouper les défaillances du marché en trois rubriques : l'imperfection de la concurrence, l'imperfection de l'information et la présence d'externalités. Ces trois thèmes sont suffisamment bien connus pour qu'on n'ait pas à revenir dessus ici (Encaoua (1986), Sappington et Stiglitz (1987)). Contentons nous simplement de rappeler que l'argument de l'imperfection de la concurrence s'applique dans les situations de monopole naturel que l'on rencontre dans des secteurs comme les télécommunications, la distribution d'électricité, de gaz, de transports ferroviaires,... tous secteurs que l'on a coutume de désigner sous l'étiquette de services publics. L'argument de l'imperfection de l'information s'applique à de nombreuses activités, dont la banque, l'assurance (Finsinger (1983)), la santé et les produits pharmaceutiques (Schellhaas et Stumpf (1983)).

Pour corriger ces défaillances du marché, trois formes de l'intervention publiques sont a priori concevables : la fiscalité, la réglementation ou la nationalisation. Elles sont utilisées à des degrés divers dans les pays occidentaux, mais on peut dire que l'Europe a privilégié la solution de l'entreprise publique alors que l'Amérique du Nord (États-Unis et Canada) a plutôt mis l'accent sur l'intervention réglementaire.

Peut-on a priori comparer les avantages et les inconvénients de ces deux approches ? C'est une question difficile à laquelle les économistes commencent à s'intéresser (Guesneries Laffont (1984) Sappington et Stiglitz (1987), Caillaud et alii (1988), Besanko et Sappington (1987)). Disons simplement que la structure hiérarchique du contrôle paraît plus simple dans le cadre d'une entreprise nationalisée que dans celui d'une entreprise privée réglementée. Dans le premier cas, on est en présence d'une relation classique principal-agent, alors que dans le second

cas, l'agent (l'entreprise réglementée) est en relation avec de nombreux principaux (les actionnaires, l'organisme de tutelle, les fournisseurs de crédit...) ayant des objectifs différents. De ce fait, on peut penser que les mécanismes incitant l'entreprise à poursuivre l'intérêt général recommandé par l'État devraient en principe être plus simples à mettre en oeuvre dans le cadre d'une entreprise publique que dans celui d'une entreprise privée réglementée. De nombreuses défaillances des mécanismes réglementaires aux États-Unis trouvent là leur origine (Encaoua et Kempf (1988)). Est-ce-à-dire que la solution de l'entreprise publique est elle-même à l'abri d'autres distorsions ? Cela ne paraît pas du tout être le cas, comme on le montre plus loin.

b) L'utilisation du secteur public comme instrument de politique économique.

Si on ne retenait comme seule justification de l'entreprise publique que celle d'être un substitut à des mécanismes de marché jugés défaillants, on ne pourrait expliquer l'existence d'une partie substantielle du secteur public, celle qui concerne les entreprises opérant sur des marchés concurrentiels. L'autre idée maîtresse à la base des nationalisations, notamment en France, est en effet que l'entreprise publique est un instrument fondamental de la politique économique pour la réalisation d'objectifs divers :

- De court terme, comme la politique de stabilisation conjoncturelle,
- De moyen terme, comme compléments essentiels à la planification,
- De long terme, comme leviers d'une politique industrielle.

Les nationalisations de 1981 en France ont été souvent présentées dans cette optique (Aujac, 1986)). Plus spécifiquement, les objectifs de politique industrielle étaient d'une part de redéfinir les frontières d'activité des plus grandes entreprises industrielles afin de promouvoir des nationaux, dans chaque activité jugée importante, et d'autre part d'assurer aux petites et moyennes entreprises un accès plus aisé et non discriminant au crédit et au financement du capital à risque.

Dans cette optique, l'extension du secteur public n'apparaît que la forme ultime par laquelle les gouvernements pensent pouvoir remodeler le tissu industriel. Certes, cette possibilité leur est offerte par d'autres instruments plus traditionnels, comme la politique de subventions, l'aide à la recherche, la fiscalité, l'aménagement du territoire et le développement régional ou encore la politique d'achat des pouvoirs publics. Mais, le transfert de capital apparaît en dernier ressort comme le moyen de plus radical de s'affranchir des obstacles à cette vision planificatrice.

Toute la difficulté réside alors de trouver un compromis entre la volonté proclamée de maintenir une certaine autonomie de gestion à ces entreprises publiques et l'objectif de les utiliser comme instrument de réalisation ou d'accompagnement de la politique économique. Cette difficulté est considérable et il paraît presque impossible dans ces conditions de porter un jugement impartial sur la comparaison des performances des entreprises privées et publiques, notamment en

terme d'efficacité économique (Pryke (1986) Millward (1986)). Si l'on s'en tient à un strict point de vue normatif, on peut certes décrire aisément des règles de comportement optimal des entreprises publiques, soucieuses de réaliser des objectifs d'intérêt général (Marchand, Pestieau et Tulkens (1984)). Mais si l'on retient une approche plus positive, on doit reconnaître que les comportements observés sont davantage la résultante de conflits permanents entre l'État, les dirigeants des entreprises publiques, les cadres, les syndicats de salariés et les associations de consommateurs, que l'expression d'un quelconque intérêt général (Vernon et Aharoni (1981)).

1. 2 *Une approche positive de l'entreprise publique.*

La tradition européenne, en matière d'analyse économique des entreprises publiques, a la plupart du temps été normative. Tant en ce qui concerne le choix de la tarification que celui d'une politique d'investissement, le calcul économique public a longtemps été plus développé en Europe qu'en Amérique du Nord. Cette tradition a occulté la nécessité de développer des analyses mettant l'accent sur les interactions entre l'entreprise publique et le gouvernement. Par exemple, du fait que les dépenses globales de l'État sont limitées, il est clair que les entreprises publiques sont en concurrence les unes avec les autres pour l'attribution des fonds publics. De manière générale, les contraintes auxquelles est soumise chaque entreprise (rationnement du capital, objectifs financiers, objectifs de prix et de productivité, contrainte d'emploi, ...) ne sont pas imposées unilatéralement par le gouvernement mais sont plutôt le résultat d'un processus de négociation, qui dépend de l'information livrée par chaque entreprise (Rees (1984a)).

On peut retrouver quelques faits stylisés concernant les entreprises publiques en examinant un modèle très simple proposé par Rees (1984b).

Ce modèle suppose que l'entreprise publique reste relativement autonome, du point de vue de ses décisions en matière de prix, de production et de choix des facteurs, à ceci près qu'elle est soumise à des contraintes spécifiques qui lui sont imposées par les pouvoirs publics. Les deux spécificités du modèle sont les suivantes.

D'une part, la fonction objectif est un compromis entre l'utilité de la direction et celle du syndicat des salariés. Conformément à l'approche managériale de l'entreprise la direction est supposée attachée à l'accroissement de la taille de l'entreprise mesurée par le volume de production. Le syndicat des salariés est considéré comme recherchant à la fois le plus grand volume d'emploi et le niveau des salaires le plus élevé. On suppose que les rapports de force entre ces deux types d'intervenants se traduisent par une pondération donnée de leurs utilités respectives. D'autre part, l'entreprise publique est soumise à deux types de contraintes. Les premières, de nature traditionnelle, expriment le savoir-faire technologique et des contraintes de marché telles que la fonction de demande du produit et la fonction d'offre du facteur travail.

Les secondes, de nature institutionnelle, expriment une contrainte de profitabilité et une contrainte de rationnement du capital.

Une présentation formelle minimale de ce modèle peut aider à mieux saisir la portée des conclusions. En désignant par y le volume de production, p le prix de vente du produit, l le facteur travail, k le facteur capital, w le taux de salaire, r le coût du capital (défini par les pouvoirs publics), le programme de l'entreprise publique s'écrit:

$$\begin{array}{ll} \text{Max} & u(y) + h v(w, l) \\ \{p, l, k, w\} & \left\{ \begin{array}{ll} y < f(k, l) & (1) \\ y = y(p) & (2) \\ w > w(l) & (3) \\ py - wl - rk > \bar{\pi} & (4) \\ k < \bar{k} & (5) \end{array} \right. \end{array}$$

Dans la fonction objectif, $u(y)$ représente l'utilité liée à la taille de l'entreprise ($u'(y) > 0$) et $v(w, l)$ représente l'utilité du syndicat des salariés, liée au volume d'emploi et au niveau de salaire w , vérifiant : $\partial v / \partial w > 0$ et $\partial v / \partial l > 0$

Le paramètre h exprime la pondération entre ces deux objectifs.

La première contrainte est de nature technologique (la fonction de production étant supposée posséder les propriétés habituelles). La deuxième contrainte exprime la fonction de demande du produit sur le marché ($y'(p) < 0$). La troisième contrainte fait intervenir le taux de salaire nominal du marché $w(l)$ qui devrait être payé pour une offre de travail égale à l ($w'(l) > 0$). Le taux de salaire payé par l'entreprise publique est au moins égal à ce salaire de marché.

Les contraintes (4) et (5), expriment respectivement une contrainte de profit (la valeur $\bar{\pi} = 0$ signifiant par exemple que l'équilibre budgétaire doit être assuré) et une contrainte de rationnement du capital fixée par les pouvoirs publics (\bar{k}).

En combinant le biais de comportement lié au fait que les agents de l'entreprise publique cherchent leur propre intérêt et le biais lié au rationnement du capital, ce modèle parvient à établir quelques propositions que certains économistes n'hésitent pas à qualifier de faits stylisés concernant les entreprises publiques.

En supposant que le syndicat des salariés ait suffisamment de pouvoir pour imposer un taux de salaire supérieur au salaire nominal du marché (ce qui signifie $w > w(l)$ dans la contrainte (3)), les principales conclusions que l'on peut tirer de ce modèle sont les suivantes.

1. La contrainte (4) de profit est toujours saturée ($p y - w l - r k = \bar{\pi}$), ce qui signifie que tout surplus de profit au-delà de la contrainte, qui pourrait provenir d'un choix du prix p , du facteur travail l et du facteur capital k , est en fait absorbé en payant des salaires plus élevés.

2. La production est efficace, en ce sens que l'entreprise n'opère pas à l'intérieur de son ensemble de production ($y = f(k, l)$ dans la contrainte (1)). Mais l'allocation des facteurs n'est pas optimale, en ce sens que le processus de production est plus intensif en travail que ne l'exigerait la diminution des coûts.

3. Plus la contrainte de rationnement du capital se fait sentir (\bar{k}), plus l'intensité du travail est élevée et plus les coûts de production sont élevés.

Ce modèle met ainsi en avant des distorsions qui seraient inhérentes à l'entreprise publique et qu'on pourrait qualifier de «public failures» ou «défaillances de l'intervention publique» pour paraphraser les «défaillances du marché» que l'intervention publique est censée corriger. Ces distorsions sont analogues à celles mises en avant par Averch et Johnson (1962) à propos de la réglementation par le taux de rentabilité.

Bien entendu, ce modèle souffre de faiblesses manifestes. En premier lieu, la spécification de la fonction objectif n'est pas justifiée. Plus précisément, le modèle ignore tout problème d'asymétrie d'information entre l'agent (l'entreprise publique) et le principal (l'État). Si l'information était parfaite, on ne voit pas ce qui empêcherait le principal de dicter à l'agent la production à réaliser ainsi que la combinaison optimale des facteurs. Ce n'est que parce que l'information n'est pas la même des deux côtés, que le problème du contrôle de l'entreprise publique se pose, problème qui est au centre des préoccupations de la théorie des incitations (Guesnerie - Laffont (1984)). En second lieu, le modèle traite spécifiquement de la situation d'une entreprise publique en situation de monopole (contrainte 2). La situation d'une entreprise publique en concurrence avec une entreprise privée (par exemple, Renault et Peugeot en France) serait intéressante à analyser. De ce point de vue, il conviendrait d'examiner les effets éventuels d'une asymétrie dans les conditions de financement. En troisième lieu enfin, les problèmes de la multiproduction et de l'allocation des coûts non imputables à chaque produit ne sont pas abordés dans ce modèle. Or, ils sont au centre de controverses sur les principes de tarification dans les entreprises publiques, selon que les principes se réfèrent uniquement à des critères d'allocation des ressources, ou intègrent au contraire des critères redistributifs. (Encaoua et Moreaux (1987)).

Ce tour d'horizon très bref de quelques questions liées au choix du mode de propriété, aura convaincu le lecteur que le problème est loin d'être résolu sur le plan théorique. C'est ce qui explique peut-être que l'acuité des débats reste très forte et

les convictions des uns et des autres non moins tranchées. Le gouvernement français issu des élections de 1986 a arbitré en faveur des privatisations tandis que le retour au pouvoir des socialistes en 1988, sans remettre en question les choix opérés, semble marquer un coup d'arrêt au processus.

2. LES MODALITÉS DE MISE EN ŒUVRE DES PRIVATISATIONS

Les privatisations à la française sont un dosage savant et original de principes alliant à la fois des règles de transparence et des règles discrétionnaires. On présentera d'abord le cadre législatif et réglementaire dans lequel s'inscrit le programme de privatisations avant d'examiner le problème spécifique du choix des actionnaires stables.

2.1. *Le cadre législatif et réglementaire.*

Les lois de privatisation des 2 juillet et 6 août 1986, ainsi que les décrets d'application des 24 et 25 octobre 1986 définissent un cadre dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

a) ***Une liste de 65 entreprises à privatiser***, au plus tard le 1^{er} mars 1991, est fixée par la loi ¹. À son terme, ce programme comporterait un transfert au secteur privé de près de 50 % du secteur public et représenterait une valeur de l'ordre de 275 milliards de francs. En dehors de l'engagement de moyen terme de cinq ans, aucun calendrier précis n'est fixé par la loi. L'ordre des privatisations reste à la discrétion du gouvernement, en fonction de l'état du marché ou des réformes préalables des structures juridiques et financières des entreprises à privatiser (cas de compagnies d'assurance par exemple).

b) ***Un dispositif dit de « respiration »*** permet la sortie d'entreprises du secteur public qui avait été jusqu'alors pratiquée sans fondement légal. Désormais, les entreprises dont l'État détient directement moins de la moitié du capital social peuvent être cédées au secteur privé sur simple agrément ministériel. Ces transferts sont toutefois autorisés par décret lorsque les effectifs consolidés sont supérieurs à 500 millions de francs. Cette disposition législative met fin à une situation où le secteur public ne pouvait légalement que « grossir » et non se contracter (« respirer ») et permet ainsi aux entreprises publiques d'avoir une gestion concurrentielle de leurs actifs et filiales. Toutefois, il est explicitement prévu que ces opérations de transfert ne peuvent concerner des entreprises dont l'exploitation présente le caractère d'un service public national ou d'un monopole de fait.

c) ***Une commission de privatisation***, composée de 7 membres et indépendante a priori du gouvernement mais nommée par lui est chargée de veiller au respect des intérêts patrimoniaux de l'État en fixant pour chaque opération, *une valeur minimum de cession* qui s'impose au Ministre des Finances.

1. La liste comporte 9 groupes industriels, 13 sociétés d'assurances, 42 banques et établissements financiers et une société de services.

La procédure de fixation du prix de vente se décompose en fait en trois temps :

- dans un premier temps, les banquiers conseils du gouvernement et de l'entreprise réalisent des travaux d'évaluation de la société à privatiser ;

- ensuite, la Commission de Privatisation, sur la base de ses travaux et d'avis recueillis auprès de professionnels, indique le prix minimum en deçà duquel la société ne peut être vendue et ce prix minimum est rendu public ;

- enfin, juste avant le lancement de l'opération, le Ministre des Finances fixe le prix d'offre ainsi que les parités d'échange avec les titres d'emprunt d'État.

Cette procédure d'offre publique de vente est censée éviter le bradage des actifs publics qui a fait l'objet, comme on le sait, de critiques importantes dans le cadre de l'expérience britannique.

d) La loi prévoit également tout ***un ensemble de dispositions*** destinées à favoriser d'une part l'actionnariat salarié (rabais, délais de paiement,...) et d'autre part l'actionnariat des petits porteurs (priorité, distribution d'actions gratuites en cas de conservation du portefeuille...). Par ailleurs, l'État s'engage à accepter comme mode de paiement, jusqu'à concurrence de 50 %, des titres de la dette publique (bons du Trésor, emprunts d'État,...), soulignant ainsi que le produit des privatisations doit être utilisé de manière orthodoxe, essentiellement à des opérations de désendettement de l'État.

e) ***Une novation dans le Droit des sociétés*** est apportée dans la loi par l'introduction d'*actions spécifiques* permettant à l'État de conserver à titre temporaire (5 ans) un pouvoir d'agrément des participations supérieures ou égales à 10 %. Cette disposition rapproche le droit français de la procédure anglaise dite des «golden shares» dans la mesure où elle évite une procédure administrative d'agrément préalable, tout en donnant à l'État les moyens de s'opposer à une participation ou un contrôle jugés indésirable. Par ailleurs, la loi limite à 20 % la part de l'entreprise privatisée que peuvent acquérir des capitaux étrangers lors de la vente, limite qui peut être abaissée par arrêté du Ministre des Finances lorsque la protection des intérêts nationaux l'exige.

2.2. La désignation des actionnaires stables ou le problème des «noyaux durs».

Partant de l'idée que les entreprises privatisées devaient comporter des groupes d'actionnaires stables, la loi du 6 août 1986 prévoit, en son article 4, qu'outre les cessions ou échanges de titres réalisés suivant les procédures du marché financier, «...le Ministre chargé de l'économie peut choisir l'acquéreur hors marché après avis de la commission de la privatisation dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'État...».

Le pouvoir discrétionnaire laissé au Ministre lors de ces opérations «hors marché» ou de gré à gré a fait l'objet de nombreuses critiques.

Précisons d'abord la procédure suivie pour chaque opération de privatisation comportant des ventes de gré à gré. Un cahier des charges est établi par le Ministre,

il précise les conditions que doivent satisfaire les éventuels acquéreurs et la procédure qui permet de les sélectionner.

D'une part, les acquéreurs doivent accepter que 80 % des actions qui leur sont attribuées soient inaliénables durant les deux premières années, et que durant les trois années suivantes, toute cession éventuelle de ces actions soit soumise à autorisation préalable du Conseil d'Administration de la Société privatisée.

D'autre part, c'est le Ministre lui-même qui choisit définitivement les acquéreurs, après une présélection pour vérifier que certaines garanties sont satisfaites. Selon ses propres dires, ses choix sont guidés par une «double préoccupation : leur cohérence avec la stratégie de chaque entreprise privatisée, leur diversification».

Bien entendu, cette procédure a été très critiquée par l'opposition socialiste, qui y a vu un moyen pour le Ministre de mettre à la tête des entreprises privatisées des blocs de contrôle choisis en fonction d'affinités électives. La réponse du Ministre a consisté d'abord à rappeler que ces mesures de désignation n'étaient qu'un dispositif d'accompagnement temporaire et transitoire, puis à dénier le fait que ses choix avaient été guidés par des critères politiques. Faisant référence aux cinquante-deux candidats retenus pour faire partie des «noyaux durs» de Paribas, de la Banque du Bâtiment et des Travaux Publics, du Crédit Commercial de France, d'Havas et de la Société Générale, le Ministre répond le plus souvent aux critiques qui lui sont adressées, soit par l'ironie : «je n'ai pas cinquante-deux amis», soit en rappelant que certains dirigeants des «noyaux durs» ont été nommés par l'ancien gouvernement.

Même si le débat reste, comme on le voit, très politique, il n'en reste pas moins vrai que l'enjeu de pouvoir économique qu'il comporte est considérable.

D'une part, les sociétés privatisées à ce jour sont en majorité des holdings financiers détenant des portefeuilles de titres plus ou moins importants et donnant accès au contrôle d'autres sociétés. D'autre part, par le jeu des participations croisées et circulaires, le sentiment prévaut qu'on assiste à une renaissance d'un capitalisme financier à la française dans lequel quelques groupes de financiers liés par une communauté d'intérêts contrôlent les plus grands groupes industriels.

On reviendrait ainsi à une situation antérieure aux nationalisations dans laquelle toutes les grandes opérations de restructuration industrielle de grande envergure étaient décidées et planifiées dans le secret des cabinets ministériels, avec l'appui d'un petit nombre de holdings financiers dont le contrôle sur les groupes industriels français était plus important que ne le laissait présager le montant de leur participation au capital.

Une telle situation, si elle devait se concrétiser, serait préoccupante à un double titre.

Premièrement, l'expérience historique de l'alliance entre capitalisme financier et pouvoirs publics en France n'a pas toujours conduit à des succès remarquables en matière de politique industrielle. L'échec dans le passé de nombreuses opérations de fusion ou de concentration décidées de manière externe et les continues

modifications de frontière qui en ont résulté témoignent des difficultés de ce type de coordination pour décider des restructurations industrielles.

D'autre part, les procédures actuelles de choix des blocs de contrôle et de désignation des dirigeants pourraient conduire à des situations irréversibles, dans lesquelles la gestion des entreprises privatisées ne pourrait être contrôlée, et le cas échéant, sanctionnée, par le fonctionnement du marché des capitaux.

3. LE BILAN DES PRIVATISATIONS UN AN APRÈS

Il est possible aujourd'hui de dresser un premier bilan de l'expérience française, même si ce bilan ne peut être par nature que très provisoire en raison du faible recul dont on dispose pour apprécier l'impact du programme entamé à la fin de 1986. Il peut être effectué au regard d'une part de l'objectif de correction des «public failures», qui constitue le fondement même des privatisations, et d'autre part des autres objectifs assignés dans le même temps par les pouvoirs publics aux privatisations.

3.1 *La correction des «défaillances de l'intervention publique».*

Comme on l'a vu au paragraphe 1, trois obstacles majeurs au bon fonctionnement des entreprises publiques ont été invoqués pour justifier les privatisations : les difficultés de financement de leur croissance, leur utilisation par les autorités comme instrument de politique conjoncturelle, l'existence de contraintes juridiques et institutionnelles fortes rendant difficile leur adaptation aux progrès techniques, économiques et financiers.

a) Les difficultés de financement des entreprises publiques.

Le comportement de l'État actionnaire a souvent été critiqué dans la mesure où il ne remplit pas toujours ses obligations financières, ne dotant souvent en argent frais les entreprises publiques que de façon conjoncturelle en raison des contraintes de finances publiques auxquelles il est confronté. Dans cette optique les privatisations apparaissent comme la suite logique du développement des marchés financiers depuis 1982 puisqu'elles permettent aux entreprises de se recapitaliser et leur évitent ainsi, d'une part, la dangereuse spirale de l'endettement et, d'autre part, la dépendance vis-à-vis de la situation des finances publiques.

Dans les faits, cette critique relative à l'insuffisance du financement public peut être nuancée par trois remarques. D'une part l'État a doté beaucoup plus en capital entre 1982 et 1986 les entreprises nationalisées en 1981 que ne l'avaient fait les actionnaires privés au cours des sept années précédentes. Ces entreprises n'avaient reçu en effet qu'environ 1,5 milliards de fonds propres entre 1975 et 1981 alors que les dotations en capital versées par l'État pour la seule période 1982-1984 ont atteint 20 milliards de francs. D'autre part les entreprises publiques ont pu bénéficier de la croissance du marché boursier, en particulier en 1986, grâce aux nouveaux instruments financiers créés en janvier 1983 : les titres participatifs et les certificats

d'investissements (tableau 1). Enfin la crise boursière d'octobre 1987 a montré par ses conséquences sur les émissions que le marché boursier pouvait aussi être, comme l'État, peu apte à satisfaire les besoins de financement des entreprises.

TABEAU 1
LES ÉMISSIONS DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES PUBLIQUES
(en millions de francs)

Dates	Entreprises publiques	Montants versés
1983	Agence Havas	36
1984	Société Générale	600
1985	Banque Paribas (1)	1056
	Société Générale (2)	700
	Compagnie financière de Suez	580
	Péchiney	807,5
	Rhône Poulenc	1135
Total 1985		4 278,5
1986 (1 ^{er} trimestre)	CIC (3)	777,5
	Compagnie financière de Suez (4)	1 785
	Péchiney (5)	801
	Compagnie financière de Paribas	3 645
	BNP (6)	5 335
	Crédit Lyonnais (6)	4 292
	Saint-Gobain (6)	2 400
Total 1 semestre 1986 (2 ^e semestre)	BIAO	19 036,5 84,5
Total général		24 035,5

NOTES : (1) Dont 960 MF souscrits par la Compagnie financière Paribas en vue de rembourser les obligations remboursables en CIP de la banque Paribas (ORCIP) en 1991. Les 96 MF restants ont été souscrits par la Compagnie financière en vue de répondre à l'exercice des bons de souscription de CIP attachés aux ORCIP.

(2) Émission de CIP réservée à un tiers les tenant à la disposition des détenteurs de TSDI émis en juin 1985, auxquels sont attachés des bons de souscription de CIP.

(3) Dont 264 MF souscrits par la GAN.

(4) Une partie des CIP (693 MF) a été émise en échange de titres participatifs émis en 1984 par la banque Indosuez.

(5) CIP à bons de souscription de CIP.

(6) Pour cette année à partir de l'émission de la BNP d'avril 1986, il s'agit de certificats d'investissement ordinaires. Auparavant, il s'agissait de certificats d'investissement privilégiés.

SOURCES : Crédit lyonnais et HCSP.

Toutefois le principal handicap dont souffrent les entreprises publiques résulte du champ plus réduit des sources de financement utilisables. L'émission d'actions, qui est le moyen le moins coûteux, est jusqu'à présent exclu du champ des possibles pour les entreprises publiques. Dès lors, une insuffisance des dotations publiques conduit à un coût du capital accru pour ces entreprises du fait du recours à l'endettement ou à l'émission de titres participatifs et de certificats d'investisse-

ment ². De ce point de vue, la privatisation, au moins partielle, apparaît bien justifiée. Ce problème est crucial dans la mesure où les entreprises françaises devront rechercher au cours des prochaines années à accroître significativement leurs fonds propres pour se préparer à l'échéance de 1992.

Remarquons toutefois que ce handicap pourrait être levé en permettant aux entreprises publiques d'émettre des actions jusqu'à concurrence de 49 % du capital. Des réflexions en ce sens sont à l'heure actuelle engagées au sein du gouvernement.

b) *L'utilisation des entreprises publiques comme instrument de politique conjoncturelle.*

En France comme dans la plupart des pays industrialisés, l'État a souvent fait primer la réalisation d'objectifs économiques conjoncturels sur la bonne marche à terme de l'entreprise.³

Ainsi les entreprises publiques ont durant de longues périodes été contraintes de bloquer ou d'augmenter leurs prix de façon incompatible avec leur équilibre financier («politique de l'indice»), dégradant leur capacité d'investissement et la structure de leur bilan. L'État a également souvent poussé les entreprises nationalisées à conserver des sureffectifs ou à reprendre des activités non rentables pour essayer de limiter la montée du chômage, pesant ainsi sur leur rentabilité. Enfin, même leur stratégie financière ou leurs relations commerciales ont été fréquemment dictées pour partie par les pouvoirs publics, avec des conséquences plus ou moins dommageables pour les entreprises publiques. Citons à titre d'exemple l'obligation de s'équiper en matériels français, le choix imposé à E.D.F. de financer la construction des centrales nucléaires par des emprunts sur les marchés internationaux en dollars, posant ainsi de délicats problèmes de remboursement avec la montée de la devise américaine entre 1981 et 1985.

Cette mainmise de l'État sur les entreprises publiques obérant leur rentabilité financière doit cependant être nuancée. D'une part, on note qu'en 1986 les pertes du secteur public industriel étaient concentrées sur quatre groupes seulement, Renault (-5,8 mdf), Sacilor (-7,3 mdf), Usinor (-5,0 mdf), et CDF-Chimie (-2,6 mdf) ⁴. D'autre part et surtout, les restructurations du secteur public industriel intervenues depuis 1983 et la politique de redressement de la situation financière mise en oeuvre depuis cette date, semblent en général avoir permis de placer les groupes industriels et financiers concernés par la privatisation en situation de faire face à la concurrence de leurs principaux concurrents nationaux ou étrangers.

2. À la différence du coût du financement par action qui reste à la discrétion de l'entreprise émettrice (distribution ou rétention des dividendes), la rémunération des titres participatifs comporte une partie fixe déterminée par référence au taux du marché obligataire. Par ailleurs, les certificats d'investissement subissent une décote de cours importante par rapport aux actions qui renchérit le coût des émissions.

3. Cette conception a pour fondement économique les analyses menées en terme d'optimum de second rang (cf. en particulier en France : R. Courbis (1972)).

4. Auxquels il convient d'ajouter Pechiney mais pour un montant limité (-0,5 mdf).

Dans cette mesure, on devrait s'attendre à ce que les privatisations ne conduisent pas à une amélioration très sensible des résultats des sociétés. Tout au plus, les privatisations devraient permettre de poursuivre la tendance à une efficacité accrue des entreprises engagées ultérieurement.

Les résultats enregistrés par les sociétés privatisées en 1987 confirment ce diagnostic: à l'exception de Saint-Gobain, dont le résultat net a pratiquement doublé, et de la CGE, dont le résultat a augmenté de 60 % ⁵, les autres sociétés ont affiché en 1987 des résultats comparables à ceux de 1986 (tableau 2).

TABLEAU 2
ÉVOLUTION DES RÉSULTATS NETS DES PRINCIPALES SOCIÉTÉS PRIVATISÉES

en Millions de francs	Saint Gobain (1)	CGE (1)	Société Générale (1)	Compagnie Financière de Suez	Paribas (1)	CCF 256
1985	753	761	1 308	657	1 350	256
1986	1 451	1 159	2 302	1 262	1 680	360
1987	2 772	1 832	2 376	997	1 725	433

NOTE : (1) Part du groupe

c) La faible adaptabilité des entreprises publiques aux progrès techniques, économiques et financiers.

Les contrôles multiples qu'exercent l'État sur les entreprises publiques sont pour celles-ci un facteur de rigidité important susceptible de les placer en situation de faiblesse par rapport à leurs concurrentes. Qu'il s'agisse du refus opposé par la puissance publique à un investissement en matériel étranger ou à un rachat de société ou plus simplement des délais nécessaires pour obtenir un accord, l'efficacité de la gestion des dirigeants des entreprises publiques se trouve en effet obérée par les contrôles qui ralentissent ou bloquent l'évolution des sociétés. Plus encore qu'en matière de choix d'investissement ces contrôles apparaissent pénalisants en matière de mutations de structure et de domaines d'activité dans un environnement international devenu très instable.

La loi de respiration du secteur public et les restructurations intervenues après 1982 constituent à cet égard sans contexte un progrès très net par rapport aux pratiques antérieures. Toutefois, les contrôles administratifs subsistant largement, la propriété privée du capital semble bien de nature encore aujourd'hui à accroître la souplesse et l'adaptabilité des entreprises privatisées.

⁵. Comme le montre le tableau 2 le résultat net de ces deux sociétés avait déjà fortement progressé en 1986.

Les modifications importantes intervenues dans le périmètre d'activité de la plupart des sociétés privatisées depuis un an illustrent bien ce fait. Ainsi, le groupe Saint-Gobain a-t-il depuis sa privatisation cédé à la Compagnie Générale des Eaux la majorité de ses parts dans la Société Générale d'Entreprises (soit une baisse de son chiffre d'affaires consolidé d'environ 25 milliards de francs) tandis qu'il rachetait des sociétés au Portugal et au Canada pour se renforcer dans ses métiers de base et acquérait des compétences nouvelles dans d'autres domaines: rachat de Bay Mills au Canada, spécialiste des matériaux tissés, de Stettwer en RFA, producteur de céramiques techniques, d'Ecophon en Suède (plafonds techniques)... De même le périmètre du groupe CGE a-t-il sensiblement évolué en 1987 à la suite de cessions d'activité significatives au sein d'Alcatel NV et d'Alsthom. Simultanément des rachats importants d'entreprises en dehors du périmètre d'activité traditionnel du groupe ont eu lieu. On peut citer par exemple la prise de contrôle par la compagnie Générale d'Électricité du groupe de la Générale Occidentale intervenant dans les secteurs alimentaires et dans de multiples activités de communication. Enfin, les groupes bancaires privatisés ont également connu une évolution sensible de leur champ d'activité comme en témoignent le rachat par la Société Générale de la société de crédit à la consommation Fiditalia en Italie et l'augmentation de sa participation dans le Crédit Général Industriel ou la cession par le groupe Suez de 60 % du capital de la Banque Vernes et Commerciale de Paris à l'Instituto Bancario San Paolo di Torino et le rachat par ce même groupe de la Société Générale de Belgique ou encore le rachat de banques locales par le CCF.

De plus les structures internes des sociétés ont souvent été refondues de façon importante dans un souci d'efficacité. On peut ainsi mentionner la création de centres de profit autonomes par filialisation, le regroupement d'activités de même nature sous une même responsabilité. De tels mouvements ont eu lieu notamment au sein de la CGE, à la Compagnie Financière de Suez, à la Compagnie Bancaire de Paribas et à la Société Générale. L'ampleur des changements enregistrés dans les privatisées semble bien indiquer que celles-ci sont désormais plus flexibles que leurs homologues du secteur public qui connaissent des changements plus limités. En revanche, les instances dirigeantes de ces sociétés privatisées semblent être à l'abri d'une sanction par le marché d'une éventuelle mauvaise gestion. Le système d'équilibre des pouvoirs entre les grands actionnaires mis en place par les noyaux durs ne paraît en effet pas permettre au marché de jouer son rôle de contrôle effectif de la direction et de la gestion à l'instar de ce qui se passe dans les pays anglo-saxons.

3.2 La réalisation des autres objectifs des pouvoirs publics.

Au-delà de la correction des «public failures», les autorités françaises ont cherché aussi à atteindre trois autres objectifs à travers les privatisations : la réduction des contraintes budgétaires, le développement de la place financière de Paris, le développement de l'actionnariat salarié et de l'actionnariat populaire.

a) La réduction des contraintes budgétaires.

Cet aspect du programme de privatisation revêt en France une grande importance comme en témoigne l'accent mis par le gouvernement socialiste de Monsieur

Fabius en fin de législature, puis par celui de Monsieur Chirac, sur la réduction du déficit budgétaire et la diminution des prélèvements obligatoires.

En pratique, l'allègement des contraintes budgétaires peut transiter par deux canaux : la réduction des subventions versées aux entreprises publiques et les recettes des privatisations.

La réduction des subventions de l'État au secteur public grâce aux privatisations est pour l'instant restée limitée dans la mesure où les entreprises vendues devaient nécessairement présenter des comptes proches de l'équilibre ou excédentaires pour attirer les acheteurs.

En revanche, le niveau élevé des recettes annuelles perçues par l'État au titre des privatisations (71 milliards de francs depuis novembre 1986) a constitué un degré de liberté important pour les Finances Publiques.

Quatre grandes affectations étaient a priori concevables pour utiliser ce surcroît de recettes :

- réduire l'endettement de l'État, et alléger ainsi la charge future de remboursement de la dette publique ;
- augmenter les dépenses en capital de l'État (dotations aux entreprises publiques ou investissements publics) ;
- accroître les dépenses de fonctionnement de l'État (augmentation des salaires des fonctionnaires, etc...) ;
- diminuer les prélèvements en accordant des allègements fiscaux aux ménages et aux entreprises.

Parmi ces quatre affectations, seules les deux premières apparaissent justifiées économiquement puisqu'en première analyse elles maintiennent inchangée la «richesse nette» du secteur public: la première aboutit à une réduction équivalente de l'actif et du passif de l'État, la seconde s'analyse comme une simple restructuration de l'actif. Au contraire, les deux dernières doivent conduire à des hausses d'impôt dans le futur pour conserver le même degré de satisfaction des agents économiques. Ces deux dernières affectations s'analysent donc comme un transfert de charge entre générations.

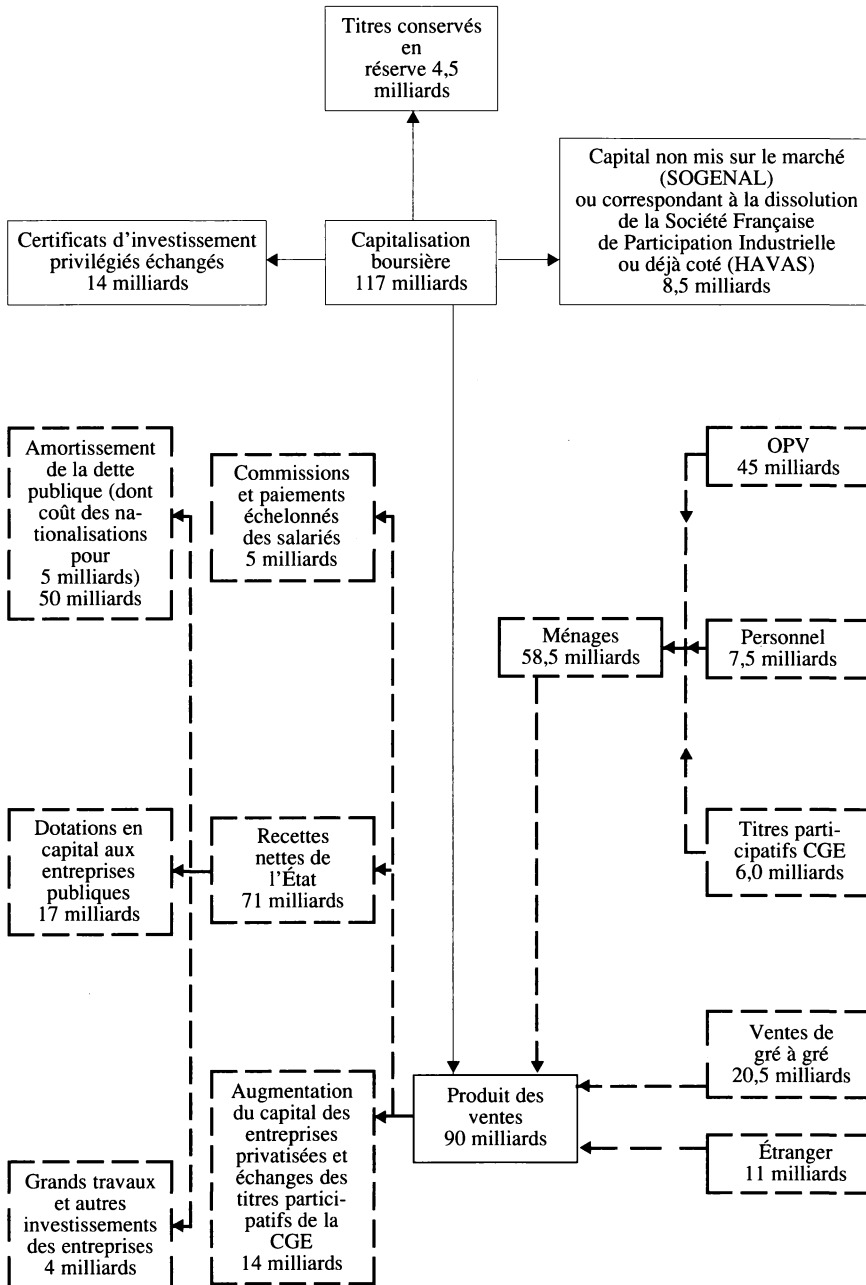
L'affectation des recettes de privatisation prévue par la loi de Finances pour 1987 a bien respecté les conclusions de cette analyse : en emplois du «compte d'affectation spéciale», créé dans un souci de transparence sur l'utilisation des produits des privatisations, sont prévues trois catégories de dépenses :

- le désendettement de l'État
- l'amortissement du coût résiduel des nationalisations
- L'attribution de dotations en capital aux entreprises restées publiques.

L'utilisation des recettes perçues en 1987 présentée dans le tableau ci-après a bien été conforme à ce schéma (tableau 3).

TABLEAU 3

LES RECETTES DES PRIVATISATIONS ENTRE NOVEMBRE 1986 ET DÉCEMBRE 1987
ET LEUR AFFECTATION (EN FRANCS)



On remarque ainsi que les recettes nettes de l'État, qui représentent 79 % des produits des ventes des privatisées, ont été affectées essentiellement en amortissement de la dette publique. Ceci a permis de réduire sa croissance de 12,6 % en 1986 à 7,4 % en 1987. Par ailleurs, 16 % des produits des ventes, représentant un montant de 17 milliards, ont servi à recapitaliser des entreprises privatisées (en fait seulement quatre sociétés: CCF, SOGENAL, CGE, Suez).

Utilisées de façon économiquement satisfaisante, les recettes des privatisations ont fourni de plus un degré de liberté supplémentaire pour la politique budgétaire des autorités. Outre la réduction de la charge des intérêts de la dette qu'elles ont assurée de façon définitive via des remboursements (anticipés ou non) de la dette publique, elles ont permis d'effectuer également des dépenses supplémentaires sans endettement ou augmentation additionnelle d'impôts de l'État. À titre d'exemple, par rapport aux 30 milliards de recettes de privatisation prévues par la loi de finance initiale de 1987, les 37 milliards supplémentaires perçus ont pu financer, en plus d'amortissements additionnels de la dette publique, 4 milliards de grands travaux et 8 milliards de dotations non prévues aux entreprises publiques.

b) Le développement de la place financière de Paris.

Au regard de la mise en place d'un grand marché intérieur financier en 1992 les privatisations devaient également jouer un rôle important en modifiant la dimension du marché boursier français (le programme des cessions sur 5 ans représentant un accroissement de 30 % par rapport à la capitalisation boursière de 1986) et en lui donnant un attrait plus marqué pour les investisseurs internationaux. Dans cette optique, les privatisations ont été présentées comme un instrument supplémentaire de la modernisation des marchés financiers français mise en oeuvre par la gauche et poursuivie par le gouvernement de Monsieur Chirac (Santini (1988)). À côté des nombreuses mesures prises par les pouvoirs publics (création de nouveaux produits, de nouveaux marchés, déréglementation...) pour rattraper le retard pris par la place de Paris par rapport aux autres grandes places internationales (cf. tableau 4) elles devaient en effet assurer une extension de la surface financière de la bourse de Paris grâce à un développement de l'actionnariat, notamment des petits porteurs.

TABLEAU 4
ÉVOLUTION DES CAPITALISATIONS BOURSIÈRES DES PRINCIPALES PLACES

Capitalisation (PNB en %)	New York (DJ Index)	Londres (F.T.O)	Tokyo (N.S.E.)	Francfort (Comm.bk)	Milan (BCI)	Paris (CAC)
1985	0,47	0,68	0,60	0,24	0,16	0,13
1986	0,50	0,84	0,86	0,23	0,16	0,13
1987 (point le plus haut)	0,72	1,23	1,25	0,23	0,28	0,23

L'objectif de développement de la place financière de Paris a bien été réalisé. En effet une progression de la capitalisation boursière et un «approfondissement» du marché financier français ont été enregistrés au cours du 1^{er} semestre 1987 à la suite des privatisations. Ainsi, grâce aux cessions d'actifs publics, la capitalisation boursière de la Place de Paris a été accrue de près de 10 % tandis que le volume des transactions sur le marché secondaire a significativement progressé ⁶, améliorant la liquidité du marché. Enfin, avec un français sur huit actionnaire en France (soit 4 fois plus qu'en 1978), la France est désormais proche des pays anglo-saxons (1 anglais sur 5 au Royaume-Uni, 1 américain sur 4 aux États-Unis).

Toutefois, associée à cette extension de la place financière, les privatisations présentaient aussi un risque d'éviction financière: l'offre de titres massive par l'État sur le marché secondaire risquait en effet de gêner les émissions d'actions des entreprises privées. Mais cet effet d'éviction financière n'a été que limité.

Les privatisations ont entraîné des variations des prix relatifs des différents actifs qui ont assuré de nouveaux équilibres des marchés et des comptes financiers des agents. Ce rééquilibrage peut être présenté à partir de l'étude du mode d'ajustement du marché obligataire puis du marché des actions, le troisième marché impliqué dans l'analyse, le marché de la monnaie, s'équilibrant automatiquement selon la règle Walrasienne.

Sur le marché obligataire les privatisations engendrent en premier lieu grâce aux recettes qu'elles procurent, une forte réduction des émissions nettes d'obligations de l'État (baisse effective des émissions brutes de 140 à 90 milliards de francs entre 1986 et 1987 à laquelle s'ajoutent des rachats directs de titres de la dette publique). Quelles que soient les décisions des agents en matière d'achat d'actions, le marché doit alors se rééquilibrer et, à demande inchangée, ce processus doit se réaliser normalement par une hausse des cours (du fait de la diminution de l'offre de titres publics), et donc par une diminution des taux d'intérêt.

Mais, lorsque les taux baissent, les agents économiques sensibles au fléchissement de la rentabilité des placements obligataires, diminuent leur demande. Dans le même temps, l'offre privée d'obligations augmente puisque le coût des ressources obligataires se trouve réduit par la baisse des taux. En pratique ce sont essentiellement les intermédiaires financiers qui peuvent être à l'origine de cet accroissement de l'offre obligataire dans la mesure où les entreprises privées recourent en France assez peu à ce mode financement.

On pouvait donc s'attendre à la suite des privatisations, compte tenu de ce processus d'ajustement, à une baisse des taux sur le marché obligataire et à une réduction des émissions sur le marché primaire (moins forte toutefois que la réduction des émissions de l'État en raison des achats des Institutions Financières).

6. Le poids des entreprises privatisées dans les transactions sur le marché secondaire a représenté en moyenne 20 % au 1^{er} semestre 1987 selon une étude des services économiques de la Société Générale.

Tel a bien été le cas semble-t-il en ce qui concerne la réduction des émissions obligataires totales qui ont baissé d'à peu près 15 % en 1987 par rapport à 1986. Mais, contrairement à ce qu'on pouvait attendre selon l'analyse précédente, on a observé une hausse du taux du marché obligataire (TMO). Pour l'expliquer on doit introduire deux autres facteurs:

- d'une part la hausse des taux enregistrée à l'étranger qui, par contagion, a affecté le marché français;

- d'autre part de mauvaises anticipations des opérateurs sur les effets financiers des privatisations. Nombre de ceux-ci n'ont en effet pas anticipé l'ampleur du désendettement annoncé de l'État et n'ont pris en considération que la réduction de la demande d'obligations que devaient entraîner les privatisations. À offre inchangée, les anticipations de cours étaient donc à la baisse et les taux d'intérêt à la hausse. Tirant les conclusions de cette analyse, pour éviter les pertes en capital associées à une hausse des taux, les opérateurs se sont donc retirés du marché obligataire et, par ce fait même, ont provoqué cette hausse qu'ils cherchaient à éviter, les anticipations étant autoréalisantes dans ce cas.

Sur le marché des actions, l'augmentation de l'activité du marché secondaire engendrée par les privatisations entraîne en premier lieu une forte augmentation de l'offre d'actions pour les agents économiques privés.

Si la réorientation des placements de ces agents vers les actions au détriment des obligations et des placements liquides s'avère ex-ante insuffisante pour compenser cet accroissement de l'offre, une diminution permet en effet une augmentation de la demande d'actions, l'espérance de plus-value en capital et de rendement des actions étant accrue avec des «Price Earning Ratios» bas, et une réduction des émissions, devenues moins intéressantes pour les émetteurs. Les entreprises peuvent ainsi subir une «éviction» partielle du marché des actions qui les amène à chercher d'autres sources de financement (essentiellement recours au crédit).

Si, au contraire, l'augmentation de l'offre d'actions est compensée par une hausse équivalente de la demande (forte substitution entre les actions d'une part et les obligations et placements liquides d'autre part) les privatisations n'ont alors que des effets vertueux puisqu'elles permettent d'accroître la dimension financière de la place de Paris sans effet dépressif sur les cours.

Sans qu'il soit possible de trancher de façon définitive entre ces deux hypothèses, l'évolution des cours boursiers en 1987 semble cependant montrer une éviction limitée en dépit d'une forte augmentation de l'offre d'actions entre 1986 et 1987: tandis que l'indice général du cours des actions a en effet fortement progressé sur la plupart des grandes places financières et n'a atteint son sommet qu'en août 1987, sa hausse a été nettement plus réduite en France et a culminé dès mars. Il apparaît donc tentant de penser que, parmi d'autres facteurs (hausse antérieure très forte du marché boursier, croissance économique ralentie, incertitudes sur l'inflation...), les

cessions très importantes d'actifs publics réalisées entre mars et juillet ont pu jouer un rôle dans cette évolution. L'accélération du recours au crédit par les entreprises en 1987 va également dans ce sens.

L'équilibre des marchés des obligations et des actions par des mouvements de prix qui vient d'être étudié doit dans le même temps réaliser celui des comptes financiers des agents économiques. Comme on pouvait s'y attendre, les ménages, les entreprises et les non-résidents ont apparemment acquis du fait des cessions d'actifs publics plus d'actions et moins d'obligations qu'ils ne l'auraient fait sinon. En revanche, en dépit d'une réduction ex-ante pour financer leurs achats, ils ne paraissent pas avoir diminué ex-post, mais au contraire augmenté, l'ensemble de leurs placements liquides en raison de leurs anticipations pessimistes sur l'évolution des cours sur le marché obligataire.

Enfin, les comptes des institutions financières se sont rééquilibrés par une augmentation de leur collecte de dépôts leur permettant de faire face à l'augmentation des crédits à accorder (du fait d'un report d'une partie du financement des entreprises du marché boursier au marché du crédit) et à leur appel plus limité aux émissions obligataires.

c) Le développement de l'actionnariat salarié et de l'actionnariat populaire.

À travers l'accroissement de l'actionnariat salarié et populaire les pouvoirs publics ont cherché à assurer un développement de l'esprit d'entreprise des français et les intéresser au bon fonctionnement de l'économie, améliorant ainsi l'efficacité du système dans son ensemble.

Ils ont aussi voulu éviter le risque d'éviction financière associé aux privatisations en augmentant durablement l'épargne investie sur le marché boursier.

Enfin, sur un plan politique, ils ont souhaité rendre plus difficile une renationalisation éventuelle des entreprises publiques et, à un niveau plus général, susciter un transfert de votes en faveur de la majorité gouvernementale portée par le succès des privatisations ⁷.

Sur un plan purement quantitatif, les privatisations semblent avoir bien rempli leur rôle puisque selon les estimations officielles, le nombre d'actionnaires directs aurait triplé entre 1985 et 1987 passant d'un peu moins de 2 millions à plus de 6 millions aujourd'hui. De même, les salariés des entreprises privatisées ont souscrit massivement des actions lors de chaque privatisation, dépassant largement à chaque fois la part du capital de l'entreprise (10 % selon la loi) qui leur était réservée (cf. tableau 5).

7. Et plus concrètement par les gains en bourse réalisés par les millions de petits porteurs attirés par l'opportunité des privatisations.

TABLEAU 5

BILAN DE L'ACTIONNARIAT POPULAIRE ET DE L'ACTIONNARIAT DES SALARIÉS

Les épargnants		Le nombre de souscripteurs a été le suivant pour chaque opération (cf. tableau). Soit un total de 16,6 millions de demandes de souscriptions recueillies en 11 mois dont 4 620 000 pour le seul mois de mai (CCF, CGE et Havas) et une moyenne de 1 500 000 par opération.				
	Saint-Gobain	Paribas	Sogenal	BTP	BIMP	CCF
Nombre de souscripteurs	1 540 000	3 810 000	850 000	1 030 000	520 000	1 650 000
Nombre de titres par souscripteur	10 (+)	4	6	1	1,5	10
	CGE	Havas	Société Générale	TF1	Suez	
Nombre de souscripteurs	2 240 000	730 000	2 300 000	416 000	1 600 000	
Nombre de titres par souscripteur	10 (+)	3	10 (+)	10 (+)	10 (+)	
Les salariés						
Taux de souscription	Saint-Gobain	Paribas	Sogenal	BTP	BIMP	
en % des souscripteurs potentiels	50 %	50 %	78,5 %	88 %	81 %	
en % offre	1,3 x l'offre	2,6 x l'offre	2 x l'offre	2 x l'offre	1,8 x l'offre	
Taux de souscription	CCF	CGE	Havas	Société Générale	TF1	Suez
en % des souscripteurs potentiels	80 %	50 %	55 %	69 %	50 %	60 %
en % offre	3,4 x l'offre	3 x l'offre	1,4 x l'offre	1,5 x l'offre		1,8 x l'offre

Cette «réussite» des privatisations est évidemment liée aux avantages significatifs accordés aux petits porteurs et aux salariés (cf. annexe 2) et également à la perspective de plus-value que leur offrait chaque opération. Ainsi, jusqu'à la vente de Suez, le premier cours des sociétés privatisées traduisait une hausse par rapport au prix d'émission comprise entre 5 % (Elf-Aquitaine) et 80 % (SOGENAL). Dans cette mesure, une revente rapide des titres acquis pour réaliser la plus-value enregistrée n'apparaissait pas improbable. Selon les pouvoirs publics au 31 décembre 1987, 64 % des souscripteurs initiaux aux opérations de privatisation avaient cependant conservé leurs titres. Une telle situation contraste avec ce qui a

pu être observé au Royaume-Uni au cours des dernières années en dépit d'avantages semblables offerts aux particuliers (Santini (1986)), 50 % des souscripteurs y cédant leurs titres dans les six premiers mois avant que le nombre des actionnaires ne se stabilise à 35 % du nombre initial.

Toutefois, plusieurs indicateurs permettent de penser que les chiffres officiels surestiment probablement la réalité.

En dehors, des enquêtes effectuées pour certaines entreprises privatisées (50 % des acheteurs de titres de la BTP ont déjà revendu leurs titres) deux indicateurs confortent cette analyse: d'une part un sondage IPSOS – Le Monde de mars 1987 indique que 37 % des acheteurs d'actions avaient pour motivation de faire un bénéfice sûr et rapide et, d'autre part, l'importance des transactions quotidiennes sur les titres des sociétés privatisées nettement plus forte que pour la plupart des sociétés, atteste des flux élevés de revente de ces titres.

Le bilan publié par l'AGEFI sur l'actionnariat des sociétés privatisées à la mi-octobre confirme cette analyse: les transactions sur le capital des sociétés privatisées ont été fortes du fait des ventes importantes des petits porteurs et du rachat des titres par les institutionnels qui n'avaient pu en obtenir lors des O.P.V. ou qui souhaitaient renforcer leur influence dans l'entreprise privatisée. Depuis lors la crise financière semble avoir accentué ce mouvement, la plupart des sociétés privatisées annonçant une augmentation significative de la part du noyau dur dans leur capital.

Sur un plan qualitatif, il semble bien comme on l'a vu que les privatisations aient effectivement contribué au développement de la Bourse. De la même façon on ne peut contester que le développement de l'actionnariat populaire, en élargissant la taille du marché financier, ait limité effectivement le risque d'une diminution des émissions d'actions des sociétés privées, gênées par les privatisations pour se financer. Toutefois, ceci n'est vrai que si ce développement s'avère durable, ce qui compte tenu des éléments cités précédemment, n'apparaît pas complètement assuré.

Plus délicat apparaît le jugement qu'on peut porter sur l'apprentissage économique des français qui pourrait être associé aux privatisations. Dans le contexte financier actuel, celles-ci ont pu avoir un effet inverse de celui recherché: l'apprentissage du fonctionnement des marchés financiers par les nouveaux actionnaires a pu en effet s'avérer «douloureux» compte tenu des pertes enregistrées après la chute des marchés boursiers sur les actions des privatisées (cf. annexe 3) et écarter ainsi durablement une partie de ceux-ci de la bourse au profit des placements traditionnels (livret de caisse d'épargne...), moins risqués.

Enfin, concernant l'aspect politique, il semble que dans la conjoncture financière actuelle, le succès même des privatisations auprès du public a constitué un handicap politique et non un gain dans la mesure où les pertes potentielles ou réelles des petits porteurs les ont peut-être incités à témoigner de leur mécontentement lors des élections.

CONCLUSION

Le bilan que l'on peut dresser de l'expérience de privatisation française comporte indéniablement des acquis positifs: l'actionnariat populaire et l'actionnariat salarié se sont largement développés, les contraintes budgétaires de l'État ont été assouplies, le marché boursier français a pu être élargi sans effet d'éviction financière marqué, la flexibilité des entreprises concernées semble avoir été accrue, enfin, contrairement à ce qui s'est produit dans certaines expériences étrangères, aucun service public n'a été privatisé.

En revanche ce mouvement de privatisations suscite un certain nombre d'interrogations auxquelles il est encore difficile de répondre. En premier lieu, les cessions réalisées marquent-elles un réel désengagement de l'État? La réponse est sans doute mitigée: la procédure de sélection des noyaux durs employée ne paraît en tout cas pas aller vraiment dans ce sens.

Par ailleurs seul un fonctionnement plus dynamique du marché des capitaux permettrait que la gestion et la direction des entreprises privatisées soient sanctionnées par les actionnaires.

En second lieu, les privatisations peuvent-elle être considérées comme une manifestation de libéralisme? En réalité, il semble qu'elles constituent une condition nécessaire mais non suffisante d'un tel mouvement qui, comme on l'a montré précédemment, comporte des axes de développement plus prioritaires. De ce point de vue, le coup d'arrêt marqué par le gouvernement actuel au processus de privatisation ne traduit pas nécessairement un refus d'accentuer les mécanismes de marché dans la mesure ou un certain renforcement de la concurrence et des décisions de déréglementation d'un certain nombre de secteurs d'activité sont à l'étude. La dimension des politiques microéconomiques à mettre en oeuvre pour l'échéance du grand marché européen de 1992 ne saurait en tout état de cause se limiter au transfert de propriété même si ce transfert apparaît comme une condition préalable comme paraît en témoigner les prises de participation récentes réciproques du groupe public d'assurance UAP et du groupe privé Sun and Life.

BIBLIOGRAPHIE

- AUJAC, M. (1986) «An introduction to French Industrial Policy» in W.J. ADAMS et C. STOFFAES (eds), *French Industrial Policy*, Brookings Institution, Washington D.C.
- AVERCH, M. et JOHNSON, L. (1962), «Behavior of the Firm under Regulatory Constraint», *American Economic Review*, Vol 52.
- BESANKO, D. et SAPPINGTON, D. (1987), «Designing Regulatory Policy with Limited Information» in J. LESOURNE et H. SONNENSCHN (eds), *Fundamentals of Pure and Applied Economics*, New-York, Harvard Academic Publishers.
- CAILLAUD, B. GUESNERIE, R., REY, P. et TIROLE, J. (1988), «Government Intervention in Production and Incentives Theory: a Review of Recent Contributions», *Rand Journal of Economics*, vol 19, n° 1.

- COURBIS, R. (1972), «Tarifs publics et équilibres économiques», *Revue Économique*.
- ENCAOUA, D. (1986), «Réglementation et Concurrence: quelques éléments de théorie économique», *Économie et Prévision*, n° 76, fascicule 5.
- ENCAOUA, D. et MOREAUX, M. (1987), «L'analyse théorique des problèmes de tarification et d'allocation des coûts dans les télécommunications», *Revue Économique*, vol 38, n° 2.
- ENCAOUA, D. et KEMPF, M. (1988), «La déréglementation aux États-Unis: un essai d'évaluation globale», *Économie Prospective Internationale*, *Revue du CEPPI*, à paraître.
- FINSINGER, J. (1983), «Competition Ownership and Control in Markets with Imperfect Information» in FINSINGER J. (ed), *Economic Analysis of Regulated Markets* London, Mac Millan Press.
- GUESNERIE, R. et LAFFONT, J.J. (1984), «The Government Control of Public Firms and the Economics of Incomplete Information: an Introduction» in M. MARCHAND, P. PESTINEAU et H. TULKENS (eds), *The performance of Public Enterprises*, Amsterdam, North Holland.
- MARCHAND, M. PESTINEAU, P. et TULKENS, H. (1984), «The Performance of Public Enterprises: Normative, Positive and Empirical Issues» in MARCHAND, PESTINEAU et TULKENS (eds), *op. cit.*
- MILLWARD, R. (1986), «The Comparative of Public and Private Ownership» in J. KAY, C. MAYER et D. THOMPSON (eds), *Privatisation and Regulation: the U.K. Experience*.
- PRYKE, R. (1986), «The Comparative Performance of Public and Private Enterprise» in J. KAY, C. MAYER et D. THOMPSON (eds), *op. cit.*
- REES, R. (1984), «The Public Enterprise Game», *Economic Journal*, vol 94, supplement.
- REES, R. (1984), «A Positive Theory of the Public Enterprise» in MARCHAND, P. PESTINEAU et M. TULKENS (eds), *op. cit.*
- SAPPINGTON, D. et STIGLITZ, J. (1987), «Information and Regulation» in E. BAILLEY (ed), *Public Regulation, New Perspectives or Institutions and Policies*, Cambridge, MIT Press.
- SANTINI, J.J. (1986), «Les dénationalisations britanniques: objectifs et réalisations», *Économie et Prévision*, n° 76, fascicule 5.
- SANTINI, J.J. (1988), «Les mutations du système financier français depuis le début des années 1980», *les Notes Bleues*, n° 386.
- SCHELLHAASS, H. et STUMPF, V. (1983), «Price Regulation in the European Pharmaceutical Industry: Benefits and Costs» in J. FINSINGER (ed), *op. cit.*
- VERNON, R. et AHARONI, Y. (eds) (1981), *State Owned Enterprise in the Western Economics*, Croom Helm London.

ANNEXE 1

SITUATION DES NOYAUX STABLES AU 1^{er} AVRIL 1988

Le noyau stable des sociétés privatisées depuis 1986 a évolué de la manière suivante pour les sociétés citées ci-dessous: pour les sociétés non citées, il n'y a pas eu de changement significatif.

- Saint-Gobain (il n'y a pas eu, au moment de la privatisation du groupe, constitution d'un groupe d'actionnaires stables au sens juridique du terme, cf. *supra*).

Actionnaires les plus importants:

Groupe BNP: environ 4%;

Groupe Suez: environ 4%;

Groupe Générale des eaux: environ 3,5%;

Groupe UAP: environ 2,3%.

Sous réserve de l'approbation d'un certain nombre d'opérations financières par l'assemblée générale du 23 juin 1988, la répartition du capital devrait évoluer de la manière suivante:

Groupe Générale des eaux: 8 à 9 %;

Groupe de Suez: environ 5%;

Groupe BNP: environ 4,5%;

Groupe UAP: environ 2 %.

- CGE

Société générale: 5,8%;

Fonds commun de placement des salariés du groupe: 3,4%;

UAP: 2,6%;

Compagnie des eaux: 2,6%

Société des banques suisse: 2,6%;

Société générale de Belgique: 1,8%;

Société Dumez: 0,9%;

Filiales de la société-mère: 6,8%.

- Matra

MMB: 10 %; il n'y a pas d'autre changement dans la composition du noyau stable.

- Paribas

Huit groupes ont déclaré plus de 0,5% du capital, leur part totale s'élevant à 16,6%.

Titres détenus directement par Paribas: 0,4%.

Titres détenus par des sociétés contrôlées par le groupe : 8% (dont 6,4% par la Compagnie bancaire).

- BTP
Fédération nationale du bâtiment (+caisses et mutuelles qui lui sont liées): 22,6%.

Fédération nationale des travaux publics(+organismes qui lui sont liés): 13,3%.

Il n'y a pas d'évolution chez les autres investisseurs présents dans le noyau stable. Celui-ci atteint désormais 54,9% du capital.
- BIMP
Pas d'évolution.
- CCF
Groupe Mutuelle générale française: 5,59%;
Compagnie électro-financière: 4%;
Lafarge-Copée: 3,4%;
Société Mutuelle d'assurance du bâtiment et des travaux publics: 3,3%;
Groupe Axa: 2,5%;
Groupe Rhône-Poulenc: 2,5%;
Thomson-CSF: 2,5%;
Kredietbank SA: 2,5%;
SA des Galeries Lafayette: 1%.
- Société Générale
Le nombre d'investisseurs présents dans le noyau stable est de 21. Ils détiennent dix-sept millions de titres représentant entre 30 et 31 % du capital.
- Suez
Pas d'évolution.
- TF1
GMF: 5,5% au lieu de 3%; il n'y a pas d'autre changement dans la composition du noyau stable.
- Havas
Général (Société générale), Lyonnaise des eaux et OPFI - Paribas ont officiellement déclaré avoir franchi le seuil de 5% au début de 1988.
L'UAP, qui était actionnaire avant la privatisation (4,7%) fait partie depuis septembre 1987 du groupe d'actionnaires stables.
La société de participations mobilières, la CNCA et la Société générale de Belgique se sont rapprochées du seuil de 5%.
Les sept membres du GAS détiennent environ 35% du capital.

SOURCE: Les privatisations en France, NED n° 4857.

ANNEXE 2

LES AVANTAGES SPÉCIFIQUES ACCORDÉS AUX PETITS PORTEURS
ET AUX SALARIÉS DES ENTREPRISES PRIVATISÉES1. *Les droits des salariés sur la privatisation (art. 11 et 12 de la loi du 6 août 1986).*

Les avantages qui sont concédés à ceux-ci lors de la privatisation revêtent plusieurs formes:

a) des titres doivent être proposés par l'État lors de chaque opération dans la limite de 10 % du montant de l'opération de celle-ci, aux salariés de l'entreprise ou de ses filiales majoritaires, ainsi qu'aux anciens salariés y ayant travaillé plus de cinq ans: mais chaque demande individuelle n'est servie que dans la limite de cinq fois le plafond annuel de la Sécurité Sociale. Des conditions préférentielles d'acquisition peuvent, en outre, leur être consentie prenant la forme de délais de paiement, ou d'actions gratuites.

b) Les taux de rabais sont susceptibles d'aller jusqu'à 20% du prix proposé au même moment aux autres souscripteurs, mais les titres ainsi acquis ne peuvent être cédés avant deux ans dès lors que le rabais consenti dépasserait 5%.

c) L'État peut attribuer, par arrêté du Ministre des Finances, une action supplémentaire gratuite par action achetée, dans la limite de la moitié du plafond mensuel des cotisations de Sécurité Sociale, dès lors que les titres acquis par les salariés ont été conservés par eux au moins un an à compter du jour où ils sont devenus cessibles.

2. *Le soutien à l'actionnariat populaire (art. 13 de la loi)*

Pour soutenir (en dehors des salariés des entreprises privatisables) l'actionnariat populaire, la loi stipule:

a) d'abord, que les personnes physiques de nationalité française ou résidentes, ayant demandé au plus dix titres lors de la souscription, seront servies intégralement par priorité.

b) qu'elles pourront bénéficier également d'une attribution gratuite qui ne saurait excéder une action pour dix actions acquises directement de l'État et conservées au moins dix-huit mois. Une limite maximum est fixée à cinquante titres acquis par personne physique pour une contre-valeur n'excédant pas 25 000 F.

3. *Le régime fiscal des privatisations.*

Celles-ci ne donneront lieu à la perception d'aucun droit de timbre ou d'enregistrement. Les articles 16 et 17 de la loi proposent par ailleurs un régime fiscal plus favorable que le régime de droit commun pour les opérations d'échanges de titres.

ANNEXE 3

PORTEFEUILLE D'ACTION DE SOCIÉTÉS PRIVATISÉES

Sociétés	Actions attribuées	Offres publiques de vente			Premier cours	au 31 juillet 1987		Au 30 septembre		Au 30 octobre		Au 30 novembre		Au 31 décembre		Au 31 mars	
		Date	Prix (F)	Total (F)		Cours (F)	Total (F)	Cours (F)	Total (F)	Cours (F)	Total (F)	Cours (F)	Total (F)	Cours (F)	Total (F)	Cours (F)	Total (F)
Elf-Aquitaine	10	26-9-86	305	3050	320	382	3820	342	3420	286	2860	234	2335	236	2359	270	2695
Saint-Gobain	10	24-11-86	310	3100	369	481	4810	500	5000	442	4420	441	4410	416	4155	392	3920
Paribas	4	19-1-87	405	1620	480	455	1819	427	1708	365	1460	312	1246	320	1280	300	1200
Sogenal	6	9-3-87	125	750	225	141	843	140	840	120	721	101	606	94	564	95	571
BTP	1	6-4-87	130	130	176	140	140	141	141	134	134	132	132	137	137	128	128
BIMP	1,5	21-4-87	140	210	170	180	270	194	291	175	263	172	258	190	285	192	288
CCF	10	27-4-87	107	1070	125	139	1389	127	1267	115	1145	108	1084	108	1075	110	1100
CGE	10	11-5-87	290	2900	323	344	3440	320	3200	246	2460	227	2270	215	2150	209	2090
Agence Havas	3	25-5-87	500	1500	540	531	1593	533	1599	461	1383	430	1290	409	1227	500	1500
Société générale	10	15-6-87	407	4070	432	433	4330	417	4170	371	3710	341	3410	299	2990	272	2720
TF1	10	29-6-87	165	1650	178	194	1940	205	2050	155	1550	176	1760	170	1700	170	1700
SOUS-TOTAL				20050			24394		23686		20105		18801		17922		17912
Compagnie financière de Suez		5-10-87	317		261							289		269		230	
TOTAL																	

ANNEXE 4

